

Listalleottoesitteen teko ja viestittäminen yhtiön tilasta:
Viimeaikaiset listautumiset Helsingin pörssiin

Kandidaatintutkielma
Juhana Kainulainen
Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu
Laskentatoimi
Syksy 2017

Tekijä	Juhana Kainulainen				
Työn nimi	Listalleottoesitteen teko ja viestittäminen yhtiön tilasta: Viimeaikaiset listautumiset Helsingin pörssiin				
Tutkinto	Kauppätieteiden kandidaatti				
Koulutusohjelma	Laskentatoimi				
Työn ohjaaja(t)	Thomas Taussi				
Hyväksymisvuosi	2017	Sivumäärä	24	Kieli	suomi

Tiivistelmä

Tässä tutkielmassa tutkin seitsemää listalleottoesittettä yhtiöistä, jotka ovat listautuneet Helsingin pörssiin vuonna 2017. Listalleottoesite on potentiaaliselle sijoittajalle kattava paketti yhtiöstä, josta hänellä voi olla vähän tietoa ennestään. Näin listalleottoesitteen merkitys listautumisessa yrityksen informoinnissa korostuu.

Tutkielma keskittyy johdon päätöksentekoon, kuinka, mitä ja miten halutaan kertoa yrityksen nykytilasta, jotta mahdollisimman moni potentiaalinen sijoittaja lähtisi yrityksen omistajaksi. Toteutus tehtiin tutkimalla valikoitua yritysjoukkoa sekä niiden listalleottoesitteitä. Syvällisempää merkitystä saatiin haastatteleamalla kahta yrityksen johtohenkilöä yrityksistä, joita käsitellään tutkielmassa.

Aikaisempi kirjallisuus ja tutkimus painottavat listalleottoesitteen tärkeyttä mahdollisen sijoituspäätöksen tekemisessä. Se sisältää kattavasti tietoa yrityksestä niin taloudellisten kuin ei-taloudellisten tunnuslukujen osalta.

Paljon on tutkittu listalleottoesitteiden sisältöä sekä sen vaikutusta mm. alihinnoitteluun ja yrityksen markkina-arvoon listautumisen jälkeen, mutta vähemmän huomiota on saanut tutkimus yritysjohdon näkemyksistä, miten he haluavat kertoa yrityksestä listalleottoesitteessä. Tässä yhteydessä Weickin (1988) sensemakingteorian mukaisesti yrityksen johto toteuttaa sensemakingia listautumisen informoinnissa.

Tutkielman tavoitteena on saada ymmärrystä siitä, mikä on johdon päätöksentekoprosessi tunnuslukujen valinnassa. Toisekseen tutkitaan, miten johto pyrkii vaikuttamaan luottamuksen rakentamiseen sijoittajille pörssilistautumisen alkuvaiheessa.

Tulokset osoittavat, että johto kokee listautumisprosessin aikaa vievänä, jossa eri sidosryhmien, kuten pankkiirien, neuvonantajien ja lakimiesten roolit ovat tärkeitä. Listautumisesitettä varten johto joutuu muokkaamaan hyvin vähän nykyisiä tunnuslukuja, ja käytettävät tunnusluvut listalleottoesitteissä ovat karkeampia kuin johdon seuraamat tunnusluvut.

Tutkielma osoittaa, että johto kokee suurempaa epävarmuutta tulevaisuuden ennusteissa sekä tulevaisuuden viestinnässä kuin informoinnissa yrityksen tilasta listautumisen aikana. Tutkielman tuloksista voidaan myös päätellä, että johto joutuu perustelemaan vielä listautumisen jälkeen raadollisessa pörssimaailmassa, jossa osakkeen hinta on uskottavuuden mittari, heidän toimintaansa, jotta sijoittajat ymmärtävät esimerkiksi pidempiaikaisten investointien vaikutuksia yhtiön liiketoimintaan.

Avainsanat listautuminen, listalleottoesite, päätöksenteko, tunnusluvut, sijoittajaviestintä

SISÄLLYSLUETTELO

1.	JOHDANTO	1
1.1	Motivaatio	2
1.2	Tutkielman tavoite ja kysymyksenasettelu	4
1.3	Tutkielman rakenne	4
2.	KIRJALLISUUS	5
2.1	Tunnusluvut toiminnan merkityksellistäjänä	5
2.2	Sensemaking epävarmuuden vähentäjänä	6
2.3	Listalleottoesite	7
2.4	Listalleottoesitteen vaatimukset	7
2.5	Johdon insentiivit vaikuttaa listalleottoesitteen tunnuslukuihin	9
3.	MENETELMÄ	10
3.1	Tutkimusmenetelmä	10
3.2	Haastatteluiden rakenne ja haastateltavien profiilit	10
4.	TUTKIELMASSA KÄYTETTÄVÄT LISTALLEOTTOESITTEET	12
4.1	Esitteiden vertailua	13
4.2	Varojen käyttö	14
4.3	Tulevaisuuden ennusteet	15
4.4	Ei-taloudellinen informaatio	15
5.	LÖYDÖKSET JA ANALYYSI	16
5.1.	Henkilön oma rooli listalleottoesitteen tekoprosessissa	17
5.2	Listalleottoesitteen kokoaminen ja päätöksenteko tunnuslukujen valinnassa	17
5.3	Tulevaisuuden ennusteet	19
5.4	Tuloksen mittaaminen ja viestittäminen ulospäin	20
5.5	Analyysin yhteenveto	21
6.	YHTEENVETO	22
6.1	Tutkielman rajoitukset ja jatkotutkimus	24
7.	LÄHTEET	25

1. JOHDANTO

”Johdon näkökulmasta tietojen antaminen on kuin nuorallatanssimista. Säännöt sitovat käsiä kommunikoinnin suhteen, mutta samalla pitäisi pystyä sanomaan tarpeeksi, jotta sijoittajat vuorostaan pystyvät muodostamaan järkevän käsityksen yhtiön tulevaisuudesta.”

- Haastateltu talousjohtaja

Vuosituhanneen teknobuumin jälkeen pohjoismaiset listausmarkkinat hiljenivät hetkeksi. Finanssikriisi vuonna 2008 hidasti kasvua entisestään, ja vuonna 2011 Helsinkiin ei listautunut yhtään yritystä. (Pörssisäätiö, 2017). Vuoden 2011 jälkeen listautumiset Helsingin pörssiin ovat olleet jatkuvassa kasvussa. Vuonna 2016 listautujia oli 11 ja tänä vuonna listautujia on nähty jo 13 kappaletta. Tämän tutkielman päivämäärään mennessä vuodesta 2011 listautujia on ollut yhteensä 35. Sijoittajilla on siis enemmän mahdollisuuksia sijoittaa listautumisanteihin ja päättää, mihin he ovat valmiita sijoittamaan residuaalinsa.

Tämä luo painetta ja kilpailua listautuvalle yritykselle, sillä heidän on kirjaimellisesti myytävä yrityksensä mahdollisimman hyvin, jotta ulkopuoliset sijoittajat ovat valmiita lähtemään mukaan antiin ja yrityksen omistajaksi. Listautuminen Krausin ja Strömstenin (2012) mukaan tuo uusia haasteita niin yrityksen johdolle kuin sijoittajillekin. Markkinointi- ja antiesitteiden tulee olla houkuttelevia, sillä ne kertovat yrityksen nykytilan sekä tulevaisuuden suunnitelmat, laskelmat, tavoitteet sekä strategian, jolla annettuihin tulevaisuuden ennusteisiin päästään. Nämä dokumentit Matherin ym. (2000) sekä Pollockin ym. (2000) mukaan ovat elintärkeitä tiedonlähteitä yrityksestä listautumisannissa.

Tämän tutkielman tarkoituksena on saada ymmärrystä, minkälaisin perustein johto antaa tietoa potentiaalisille sijoittajille yhtiön tilasta ja sen tulevaisuuden suunnasta. Keskityn valikoituun joukkoon yrityksiä, jotka ovat listautuneet Helsingin pörssiin vuonna 2017 joko päälistalle tai sen vaihtoehtoiselle markkinapaikalle First Northiin. Rajausta tehdään johdon näkemyksiin siitä, mitä informaatiota he pitivät tärkeimpänä, kun listalleottoesitettä tehtiin potentiaalisille sijoittajille. Lainsäädännön ulkopuoliset tunnusluvut jätetään tässä tutkielmassa huomioimatta. Mielekkäämpää onkin tutkia, löytyykö jotain mielenkiintoista ja odottamatonta yrityksen esitteistä.

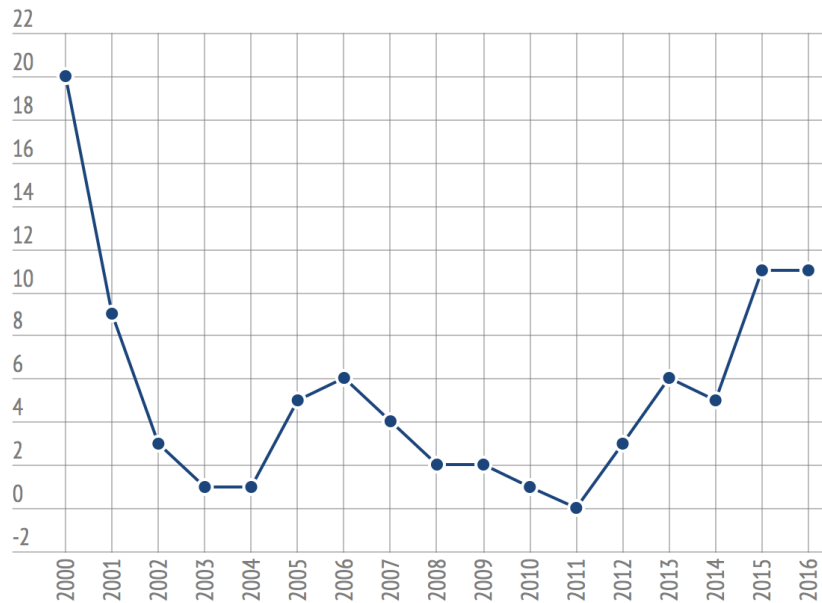
Tutkielman metodologiana on kvalitatiivinen tutkimus, jossa haastattelen kahta yritysjohton jäsentä kahdesta eri tutkimistani yrityksistä semi-strukturoiduilla kysymyksillä esitteiden tekemisestä. Tutkielman laajuuden vuoksi vertaan haastatteluiden tuloksia muihin listautuneiden yritysten listalleottoesitteisiin, ja pohdin mistä mahdolliset eroavaisuudet voisivat johtua.

Tällä tutkielmalla voidaan luoda uutta näkemystä siitä, joutuuko johto luomaan uusia mittareita sijoittajille, onko listalleottoesitteiden tekemisessä käytännön haasteita, ja mitkä ovat johdon intentiot valitsemiensa tunnuslukujen takana. Lisäksi voidaan saada tietoa, millä perusteilla mittarit yhtiön tilasta valitaan listalleottoesitteeseen.

1.1 Motivaatio

Motivaatio tehdä kandidaatintutkielma tästä aiheesta kumpuaa useammaltakin suunnalta. Olin mukana pienessä suomalaisen kasvuyrityksen joukkorahoitusannissa, jossa pääsin mukaan konkreettisesti sijoittajasuhteiden harjoittamiseen sekä markkinointiesitteiden tekemiseen. Tässä mietimme yhdessä johtoryhmän kanssa, miten ja missä muodossa tunnuslukuja esitetään esitteessä potentiaalisille sijoittajille. Henkilökohtainen kiinnostus aiheetta kohtaan motivoi tehdä sen piiristä kandidaatintutkielma.

Aihe on myös erittäin ajankohtainen. Listautumisbuumi on läsnä Helsingin pörssissä ja kuten taulukosta 1 näkyy, trendi on nouseva. Listautumisia on nähty eri toimialoilta ja lähes joka kuukausi sanomalehtien etusivuilta voi lukea uudesta yleisöannista. Lisäksi spekulatioita käydään jatkuvasti siitä, mikä yhtiö seuraavaksi olisi listautumassa. EY:n (2016) tutkimuksen ja EY:n listautumisista vastaavan Päivi Pakarisen mukaan listautumisia on tulossa lisää sekä vuodelle 2018 että 2019. Alkuvuonna 2016 on EY:n (2016) mukaan maailmanlaajuisesti nähty 437 listautumista, ja moni valmis listautumisyritys odottaa selkeyttä ja vakautta maailmanpoliittisissa ja taloudellisissa maisemissa ennen listautumistaan.



Taulukko 1: Listautumiset Helsingin pörssiin vuosina 2000-2016. Lähde: Nasdaq Helsinki.

Päätös listautua on yksi tärkeimmistä päätöksistä yrityksen elinkaaren aikana (Jain & Kini, 1999). Sijoittajille listautumisesitteet ovat yksi tärkeimmistä tiedonlähteistä kaikkineen taloudellisineen sekä ei-taloudellisineen tietoineen. Friedlanin (1994) mukaan yrityksen johdolla on vaikeuksia määrittää, miten yrityksen tilasta ilmoitetaan esitteessä sekä miten informaatio otetaan vastaan sijoittajien keskuudessa. Käänteisesti Friedlan (1994) huomauttaa, että potentiaaliset sijoittajat ovat tietoisia tehdessään sijoituspäätöstä laskentatoimen tunnuslukujen avulla siitä, että johdolla on mahdollisuus muovata lukuja, joita esitteeseen laitetaan. Tämän takia tutkin listalleottoesitteen rakentamista yrityksen johdon näkökulmasta, sillä heillä on kaikki valta päättää lainsäädännöllisten velvoitteiden jälkeen mistä ja miten yrityksen suorituskyvystä ja tahtotilasta kerrotaan.

Aikaisempaa kirjallisuutta listautumisanneista ja listalleottoesitteen sisällöstä on verrattain paljon (mm. Carter, Dark & Singh, 1998; Daily, Certo, Dalton & Roengpitya, 2003; Roosenboom & Thomas, 2007; Silverman, 2009). Kraus & Strömsten (2012) tutkivat, miten ylin johto ruotsalaisissa yrityksissä valmistautuu epävarmuuteen, joka nousee yrityksen listautuessa pörssiin. Suomessa vastaavanlaista tutkimusta ei ole tehty. Laskinin (2009) mukaan lisätutkimusta tarvitaan siitä, mitkä ovat tunnuslukujen tiedottamisen todelliset taustatekijät.

Tämä tutkielma antaa osin samankaltaisia tuloksia kuin Kraus & Strömstenin (2012) tutkimus, kuten tullaan huomaamaan. Uutta näkemystä saadaan kuitenkin erityisesti siinä, kuinka paljon johto nojaa yrityksen ulkopuolisten sidosryhmien näkemyksiin ja kokemuksiin listautumisista, ja miten prosessimaisesti siitä tulisi informoida.

1.2 Tutkielman tavoite ja kysymyksenasettelu

Tutkielman päätavoitteena on selvittää mitä, miten ja millä perusteilla johto valitsee tunnusluvut, joilla se haluaa viestittää yrityksen tilasta listalleottoesitteessä. Pollock & Rindova (2003) esittävät, että tässä sijoittajien pitää tehdä sijoituspäätös yhtiöstä, josta heillä voi olla vähän tietoa. Tähän tilanteeseen listalleottoesite tarjoaa paljon informaatiota päätöksenteon tueksi, mikä korostaa listalleottoesitteen tärkeyttä.

Krausin & Lindin (2010) ja Robertsinkin ym. (2006) mukaan laskentatoimen tunnusluvut ovat tärkeässä roolissa listautumisannissa *sensemakingia* ajatellen, sillä johdolla sekä muilla markkinatoimijoilla on tapana keskittyä laskennalliseen informaatioon. Sensemaking-aktiviteetteja Maitlisin (2005) mukaan ovat esimerkiksi tilanteen selittäminen, mielipiteen ilmaiseminen sekä raportin kirjoittaminen.

Joutuuko yritys muuttamaan nykyisiä raportointikäytäntöjä listalleottoesitettä varten, rakentaako se kokonaan uusia mittaristoja sijoittajille, ja tukeutuuko yritys omaan asiantuntijuuteen päätöksissä vai kuunteleeko se konsulttien mielipiteitä yrityksen kuvaamisesta, kuten Krausin & Strömstenin (2012) tutkimuksessa ilmeni. Tutkielma pyrkii vastaamaan seuraavaan kahteen kysymykseen:

1. Mikä on johdon päätöksentekoprosessi tunnuslukujen valinnassa listalleottoesitteeseen?
2. Millä tavalla johto rakentaa luottamusta sijoittajille tunnuslukujen avulla?

1.3 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma on jaettu kuuteen kappaleeseen. Ensimmäinen kappale on käsitellyt taustaa tutkielmaa varten sekä motivaatiota ja tarvetta tehdä tutkimusta tästä aiheesta. Se on myös esitellyt tutkielman metodologiaa sekä sitä, mikä on tutkielman kysymyksenasettelu ja mitä tällä tutkielmalla halutaan saavuttaa. Toinen kappale käsittelee aikaisempaa kirjallisuutta ja

tutkimusta aiheesta. Kolmas kappale käsittää tutkielman menetelmän. Se kuvailee, miten listalleottoesitteitä tutkittiin sekä kertoo, minkälainen haastattelu tehtiin tutkielmaa varten. Neljäs kappale esittelee tutkielmassa käytettävät listalleottoesitteet, ja siinä käydään vertailua esitteistä. Viidennessä kappaleessa esitetään päätutkimustulokset ja johdetaan niistä johtopäätöksiä. Viimeisessä kappaleessa vedetään tutkielma yhteen, kerrotaan tutkielman rajoituksista sekä esitetään jatkotutkimusaiheita.

2. KIRJALLISUUS

Seuraava kappale käsittelee aikaisempaa tutkimusta sekä kirjallisuutta aiheesta. Se johdattelee kirjallisuuden avulla tutkimusmenetelmän. Kappale rakentuu seuraavasti: 2.1 kappale käsittelee tunnuslukuja toiminnan merkityksellistäjänä, 2.2 esittelee sensemaking-teorian ja miten se liittyy epävarmuuden hallintaan, 2.3 ja 2.4 käsittelevät listalleottoesitettä ja sen vaatimuksia ja 2.5 johdon insentivejä listautumisen informoinnissa.

2.1 Tunnusluvut toiminnan merkityksellistäjänä

Laskentatoimi auttaa luomaan Krausin & Strömstenin (2012) mukaan ymmärrystä syy-seuraussuhteesta ja se kehittää läpinäkyvyyttä. Laadulliseen tietoon nähden laskentatoimen tunnuslukuja on helpompi vertailla, koska ne ovat verrattain selkeästi määritelty. (Kraus & Strömsten, 2012).

Krausin & Lindin (2010) mukaan listalleottoesitteen laskentakaavojen oletetaan olevan tärkeitä merkityksen antajina, kun johto ja sijoittajat toimivat vuorovaikutuksessa yrittäessään saada ymmärrystä monimutkaisesta tilanteesta yhtiön listautuessa pörssiin. Tämä yhteinen kieli tekee tunnusluvuista sen, että ne nähdään konkreettisina, ymmärrettävinä ja niitä on helppo seurata (Kraus & Lind, 2010). Roberts & Scapens (1985) korostavat laskentatoimen tarjoavan kielenä ryhmän asioita, joiden avulla toimijat voivat tehdä ymmärrystä mitä on tapahtunut, ennakoida tulevaa ja arvioida yrityksen nykyistä tilaa. Voitaneen siis todeta, että tunnusluvut listalleottoesitteessä tarjoavat yhteisen kielen sijoittajille, jonka avulla he voivat tehdä omat näkemyksensä yhtiön tilasta.

2.2 Sensemaking epävarmuuden vähentäjänä

Sensemaking-konsepti on ollut laajasti esillä organisatorisessa tutkimuksessa, mutta huomattavasti vähemmän se on saanut huomiota laskentatoimen kirjallisuudessa. (Tillmann & Goddarf, 2007). Sensemaking on Weickin (1988, 1995) mukaan prosessi, jossa luodaan ymmärrystä uusissa tilanteissa. Sensemakingteoriassa keskitytään selittämään odottamattomia ja epävarmuutta sisältäviä tilanteita. (Weick, 1993). Teoria keskittyy tiedonkäsittelyn hallintaan ja miten ihmiset hahmottavat epävarmuuden eri tilanteissa. Kun otetaan huomioon organisaation tilanteen monimutkaisuus listautumisessa, Jönssonin (1987, 290) mukaan ”toimijat yrittävät luoda merkityksen saaria ja luoda yhteyksiä näiden saarten välillä” epävarmuudessa.

Hasanin & Gouldin (2001, 78) case-tutkimuksessa sensemakingia käytettiin käsitteellisesti ”tiedottamisena”, ”tietämyksenä mihin yritys on menossa” ja ”kuvan antamisena”. Monien tutkijoiden mm. Ericsonin (2001), Gioian & Chittipeddin (1999) mukaan kyse on strategisesta muutoksesta ja sen ymmärtämisestä.

Listautumista toteuttavat henkilöt, kuten yrityksen johto, investointipankkiirit ja tilintarkastajat, työskentelevät ahkerasti vähentääkseen epävarmuutta ja monitulkintaisuutta yrityksen ympärillä esittäessään yritystä potentiaalisille sijoittajille. (Mather ym., 2000). Kraus & Strömsten (2012) havaitsivat tutkimuksessaan, kuinka erityisesti johto korosti neuvonantajien merkitystä siinä, miten he vaikuttivat näkemyksiin, kuinka yritystä tulisi esitellä listalleottoesitteessä. Eräs haastateltavista toimitusjohtajista sanoi näin: ”*Teimme paljon itse, mutta lukemattomat neuvonantajat olivat todella aktiivisia, ja heillä oli näkemyksiä siitä, miten yritystä tulisi kuvailla.*” (Kraus & Strömsten, 2012).

Haastateltavat johtajat korostivat Krausin & Strömstenin (2012) tutkimuksessa, miten kaikki heidän neuvonantajansa korostivat listalleottoesitteen merkitystä potentiaalisille sijoittajille. Eri tyyppiset informaatiot listalleottoesitteessä muodostavat käsityksen yhtiöstä, ja kaikki johtajat peräänkuuluttivat tarvetta sisällyttää kaikki yhteen tärkeään asiakirjaan, listalleottoesitteeseen. (Kraus & Strömsten, 2012). Tämä voidaan käsittää *sensegivinginä*.

Läheisesti sensemakingiin kirjallisuudessa on linkitetty sensegivingteoria. Sensegiving tulee esille Gioian & Chittipeddin (1991) mukaan esimerkiksi listautumisen yhteydessä, jossa ylin

johto sekä muut osakkeenomistajat yrittävät vaikuttaa lopputulokseen kertomallaan omia näkemyksiään yrityksestä. Sensegiving eroaa Söderbergin (2003) mukaan sensemakingistä siten, että sensegivingissä on kyse vaikuttamisesta, miten ihminen tulkitsee jonkin tilanteen. Nämä kaksi konseptia siis linkittyvät hyvin tiiviisti toisiinsa. Keskityn kuitenkin tässä tutkielmassa enemmän sensemaking –teoriaan, sillä näkökulma on enemmän yrityksen ”virallisesta” kannasta listalleottoesitteessä, kuin yksittäisten toimijoiden näkemyksistä.

2.3 Listalleottoesite

Listautuminen edellyttää listalleottoesitteen laadintaa. (Finanssivalvonta, 2017). Lainsäädäntö asettaa yksinään tiukat vaatimukset esitteen esitysmuotoon ja sen sisältöön. Tämän lisäksi Helsingin pörssi eli Nasdaq Helsinki on asettanut omat määräyksensä arvopapereiden liikkeeseenlaskuun Finanssivalvonnan ohjeen mukaisesti. Arvopaperipörssi ei itse juuri ota kantaa esitteen sisällöllisiin vaatimuksiin. (Nasdaq OMX, 2012).

Ottaen huomioon, että listalleottoesite on yksi helpoiten saatavilla oleva ja selkeä lähde niille, jotka haluavat saada tietoa listautuvasta yrityksestä, on siitä tehtykin paljon analyttista tutkimusta viimeisten vuosikymmenten aikana. (Ferris, Hao & Liao, 2012; Carter, Dark & Signh, 1998; Daily, Certo, Dalton & Roengpitya, 2003; Roosenboom & Thomas, 2007; Silverman, 2009). Listalleottoesitteessä on paljon informaatiota, jolla lopulta luodaan luottamusta sijoittajalle ja annetaan syitä sijoittaa yritykseen.

2.4 Listalleottoesitteen vaatimukset

Arvopaperimarkkinalaki antaa säädökset listalleottoesitteen julkaisemisesta, sisällöstä sekä sen rakenteesta. Sen neljännen luvun kuudennen pykälän mukaan: ”Esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereiden liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tiedot on esitettävä johdonmukaisessa ja helposti ymmärrettävässä muodossa.” (AML, 2012).

Listautuvan yhtiön tulee listalleottoesitettä laatiessa huomioida esiteasetusten asettamat vaatimukset annettavista historiallisista ja tulevaisuuden ennusteista. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA antaa omat suosituksensa tiedoista, joita voidaan

käsitellä regulatoristen taloudellisten tietojen lisäksi. Lyhykäisyydessään kaiken taloudellisen lisäinformaation tulisi ESMA:n (2011) mukaan olla: Ymmärrettävää (engl. understandable), olennaista (relevant) sekä täsmällistä (reconcilable). Ymmärrettävyydellä tarkoitetaan sitä, että tunnusluvut ovat selitetty selkeästi auki eikä laskelmien ja määritelmien tule olla liian monimutkaisia ymmärrettäväksi sijoittajille. Olennaisuudella tarkoitetaan, että laskelmia on tuettu johdonmukaisesti läpi esitteen, ja niitä on asianmukaisesti korostettu. Täsmällisyydellä ESMA (2011) määrittää, että laskelmat perustuvat historiallisiin laskelmiin listalleottoesitteessä.

Finanssivalvonnan tulee hyväksyä listalleottoesite ennen annin alkamista, ja esitettä muokataan useaan otteeseen ennen Finanssivalvonnan hyväksymistä. (Pörssisäätiö, 2016). Vastuu on kuitenkin esitteen laatineella yhtiöllä, joten lopullinen vastuu on yhtiön hallituksella. Tässä tutkielmassa ei kuitenkaan oteta sen enempää kantaa lainsäädännölliseen tiedonantoon listalleottoesitteessä. Tavanomainen listalleottoesitteen sisältö on seuraavanlainen (Pörssisäätiö, 2016):

1. Listalleottoesitettä koskevia tietoja, kuten esitettä koskeva sääntely ja esitteen tietojen lähteet
2. Tiivistelmä
3. Riskitekijät
4. Yhtiö, yhtiön hallituksen jäsenet, neuvonantajat ja tilintarkastajat
- 5. Listautumisannin tausta ja syyt ja hankittavien varojen käyttö**
6. Listautumisannin ehdot
7. Osingot ja osinkopolitiikka
8. Pääomarakenne ja velkaantuneisuus
9. Eräitä taloudellisia konsernitilinpäätöstietoja
10. Pro forma -taloudelliset tiedot (jos soveltuu)
- 11. Liiketoiminnan tulos, taloudellinen asema ja tulevaisuudennäkymät**
12. Markkina- ja toimialakatsaus
- 13. Yhtiön liiketoiminta**
14. Hallitus, johto ja tilintarkastajat
15. Omistusrakenne
16. Lähipiiriliiketoimet
17. Osakkeet ja osakepääoma
18. Suomen arvopaperimarkkinat
19. Verotus
20. Listautumisannin järjestäminen
21. Oikeudelliset seikat
22. Nähtävillä olevat asiakirjat
23. Listalleottoesitteeseen viittaamalla sisällytetyt asiakirjat

Lihavoidut kohdat ovat niitä, joihin huomio kohdistui eniten tutkimissani listalleottoesitteissä. Kuten tulevissa kappaleissa huomataan, nämä ovat niitä, joissa on

eniten eroavaisuuksia sekä mahdollisuus vaikuttaa sen sisällä enemmän tunnuslukuihin, esimerkkinä tulevaisuudennäkymät sekä sen viestittäminen.

2.5 Johdon insentiivit vaikuttaa listalleottoesitteen tunnuslukuihin

Listautuvan yrityksen johdolla on taloudellisia kannustimia hallita tunnuslukuja maksimoidakseen osakeannista saatavan tuoton. (Aharony ja ym., 1993). Tämä korostuu, jos johdon palkkiot on sidottu listautumisen jälkeen osakkeen hintaan. Johtajien intentiot löyhään taloudelliseen raportointiin ei Revsinen (1991) mukaan kuitenkaan ole selitettävissä pelkästään bonuksilla, vaan syy taloudellisen raportoinnin muokkaamiseen saattaa olla myös yritystojen ehkäiseminen sekä sijoittajiin tehtävällä vaikutuksella. On todisteita positiivisesta yhteydestä listalleottoesitteen taloudellisen informaation ja osakkeen hinnan välillä listautumisen jälkeen. (Klein, 1989). Tämä voi ennestään lisätä johdon motivaatiota manipuloida yhtiön tuloksia.

Friedlanin (1994) mukaan johdon on uskottava, että sijoittajat eivät pysty havaitsemaan kaikkien tietojen valinnaisuutta listalleottoesitteessä, jos he muovaavat tunnuslukuja em. insentiiviensä mukaisesti. Tällaista ”käsityksen johtamista” (engl. *impression management*) käytetään Neun (1991) mukaan tilanteissa, joissa johto näyttää yrityksen suoritukset parhaimmassa mahdollisessa valossa ja puolueellisesti. Käsityksen johtamisen rinnalla on myös tuottojen johtaminen (engl. *earnings management*), jossa Näsin (2017) mukaan on kyse tulosten manipuloinnista, jolla pyritään yltämään analyytikoiden ennusteiden ja johdon omien kannustimien tasolle.

Listalleottoesite on kuitenkin Taon, Deokarin & El-Gayarin (2014) mukaan yksi luotettavimmista lähteistä listautuvalta yritykseltä potentiaalisille sijoittajille. Suomessa Finanssivalvonta tutkii jokaisen listalleottoesitteen, joten sijoittajan turvan voidaan olettaa olevan vankka. Loppupeleissä yrityksen johto tietää, tai ainakin tulisi tietää parhaiten, mikä on yrityksen tila, jolloin lukujen manipulointi saattaa jäädä viranomaisiltakin huomaamatta varsinkin, jos kyseessä on tulevaisuuden ennustaminen. Erityisesti narratiivinen laskentatoimi on Jonesin (2011, 98) mukaan verrattain helppo ilmaisukeino johdolle, sillä sitä on vaikeampi arvioida kuin numeraalista informaatiota. Narratiivinen laskentatoimi Jonesin (2011, 98) mukaan käsittää kaiken kirjoitetun ja kvalitatiivisen tiedon yrityksestä.

3. MENETELMÄ

Tämä kappale esittää tarkemmin tutkielman menetelmän kuvauksen sekä metodologian. Kappale 3.1 perustelee tutkimusmenetelmänä laadullisen tutkimuksen käytön sekä semi-strukturoidun haastattelun valinnan. Kappale 3.2 esittelee haastattelun rakenteen sekä haastateltavien profiilit. Viimeinen 3.3 kappale arvioi tutkimuksen laatua ja luotettavuutta.

3.1 Tutkimusmenetelmä

Tämän tutkielman menetelmä on laadullinen tutkimus. Laadullinen tutkimus valikoitui, koska tutkielma pyrkii vastaamaan ja ymmärtämään johdon toimintaa sekä päätöksentekoa listautumisessa, erityisesti listalleottoesitteen laatimisprosessissa. Saunders ym. (2007, 315) esittävät, että laadullinen lähestymistapa on tarpeellista, kun tarkoituksena on ymmärtää tutkimuksen osallisten asenteita ja mielipiteitä. Lisäksi kvalitatiivinen tutkimus antaa syvällisempiä merkityksiä aihealueeseen.

Siksi valitsin informaation keräämiseksi haastattelut, koska tutkin aihetta, josta ei ole varmaa tietoa etukäteen, mitä tuloksia tulen saamaan. Hirsjärvi & Hurme (2008, 160) ehdottavat, että laadullinen tutkimus tulisi suosia informaation keräystä, joka sallii haastateltavien äänen kuuluvan. Yksi tällainen menetelmä on semi-strukturoitu haastattelu. Hirsjärvi & Hurme (2000, 47) kutsuvat näitä ”teemahaastatteluiksi”, jotka antavat suunnan keskustelulle avoimilla kysymyksillä suorien yksittäisten kysymysten sijaan. Tämä voi mahdollistaa haastateltavien omien käsityksien ja merkityksien kehkeytymisen keskusteluissa.

Haastatteluiden pohjaksi tehtiin alustavaa tutkimusta kappaleessa neljä, jossa paneudun tutkielmassa käytettyihin listalleottoesitteisiin tarkemmin. Siellä otetaan erityisesti kantaa kappaleessa 2.4 huomioituihin listalleottoesitteen osiin.

3.2 Haastatteluiden rakenne ja haastateltavien profiilit

Tämän tutkielman alkuperäisenä tavoitteena oli haastatella muutamista valitsemistani listalleottoesitteen antaneesta yhtiöstä talousjohtajia, controllereita sekä sijoitussuhdevastaavia. Roberts ja ym. (2006) kuitenkin toteavat, tällaiseen joukkoon on hankala päästä käsiksi, mikä osoittautui tämänkin tutkielman haasteeksi. Haastatteluita

saatiin kuitenkin kaksi kappaletta, mitä voidaan pitää kohtuullisena suorituksena seitsemästä valitsemastani yrityksestä. Haastateltavat ovat eri yhtiöistä.

Haastattelut tehtiin puhelimen välityksellä, puhelut nauhoitettiin ja kirjoitettiin auki. Rakenne kaikissa haastatteluissa oli sama. Aluksi kävimme läpi haastateltavan taustan sekä roolin listalleottoesitteen tekemisessä, josta siirryttiin teeman mukaisiin kysymyksiin ja keskusteluihin taustan perusteella. Seuraava taulukko 2 esittelee haastatteluiden ja haastateltavien profiilit.

Pseudonyymi	Positio	Koulutus	Haastattelun kesto
CFO	Talousjohtaja	KTM, MBA Harvard University	32min
IRO	Yritys- ja sijoittajaviestinnän johtaja	VTM	23min

Taulukko 2: Haastatteluiden ja haastateltavien profiili.

Haastattelun rakenne ja teemat pyrittiin rakentamaan käyttäen hyväksi kappaleen kaksi käytyä aikaisempaa kirjallisuutta ja tutkimusta aiheesta. Koska kysymyksessä on vain kahden haastattelun tutkimus, pyrin välttämään teemoissa kapeakatseisuutta. Vaivion (2008) mukaan dilemma laajuuden ja syvyyden välillä on yksi isoimmista laadullisen tutkimuksen ongelmista. Pyrin kuitenkin laajaan näkemykseen aiheesta, johtuen tutkielman aiheesta sekä sen *verhosta*, jonka takaa saattaa löytyä mielenkiintoisia tuloksia. Hirsjärven & Hurmeen (2008, 67) mukaan haastattelun teemat tulisi olla riittävän laajoja, jotta ilmiö on avoinna mahdollisimman laajasti.

Valitsin seuraavat teemat haastatteluun:

1. Henkilön oma rooli listautumisessa
2. Listalleottoesitteen kokoaminen ja päätöksenteko tunnuslukujen valinnassa
3. Tulosten mittaaminen ja viestittäminen ulospäin.

Ensimmäisellä teemalla saadaan ymmärrystä, mikä on ollut haastateltavan oma rooli listalleottoesitteen tekoprosessissa. Tästä siirrytään toiseen teemaan, josta saadaan tietoa, mikä oli päätöksenteon prosessi tunnuslukujen ja muun informaation suhteen listalleottoesitteeseen. Kolmas ja viimeinen teema keskittyy toiminnan mittaamiseen ja mittaristoon näissä kahdessa yrityksessä. Haastattelun tuloksia käydään läpi kappaleessa viisi.

4. TUTKIELMASSA KÄYTETTÄVÄT LISTALLEOTTOESITTEET

Valitsemani yhtiöiden listalleottoesitteet koostuivat yhtiöistä, jotka olivat listautuneet Helsingin pörssiin vuonna 2017. Näin saadaan viimeaikaisimmista listautumista tietoa, mikä parantaa tutkielman ajankohtaisuutta. Osa yhtiöistä listautui Helsingin pörssin päälistalle ja osa vaihtoehtoiselle First North -markkinapaikalle. Helsingin pörssi on perustettu vuonna 1912 ja se on vuodesta 2003 lähtien kuulunut ruotsalaiseen OMX-konserniin. OMX ja sen mukana Helsingin pörssi, nykyinen Nasdaq Helsinki, siirtyivät yhdysvaltalaisen Nasdaq-konsernin omistukseen vuonna 2007. (Pörssisäätiö, 2016).

First North on vaihtoehtoinen markkinapaikka, jota eivät koske EU:n arvopaperimarkkinalaissa säännellyille markkinapaikalle asetetut vaatimukset. (Nasdaq OMX, 2017). First North –markkinapaikalle (Nasdaq OMX, 2017) mm. MiFID:ssä asetetut vaatimukset, EU:n lait ja IFRS-sääntely eivät päde yhtä lailla kuten päälistalla, mutta esitedirektiivin vaatimukset pätevät, kun kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä tehdään julkinen anti yleisölle. Julkinen anti tehtiin jokaisessa valitsemassani yhtiössä, ja tärkeintä on, että esitteiden tekemisen sääntely on samankaltaista molemmissa markkinapaikoissa, jolloin niiden vertailu on mielekkäämpää.

Yhtiöt valittiin poiminnalla tämän vuoden listautujista. Vertailun vuoksi yrityksiä pyrittiin myös valitsemaan eri toimialoilta, jotta nähdään, onko niiden välillä samankaltaisuuksia tai eroavaisuuksia. Tutkielmassa päädyin nimeämään yhtiöt kirjaimilla sekä pidin haastattelut anonyymeinä anonymiteetin ja luottamuksellisuuden takia.

4.1 Esitteiden vertailua

Tutkin kunkin valitsemani listalleottoesitteen läpi, ja vaikka esite oli kaikissa yhtiöissä verrattain samanlainen, eroavaisuuksia kuitenkin löytyy. Taulukossa 3 on vertailua listalleottoesitteistä. Esitteiden sivumäärät liitteineen vaihtelivat alle sadasta liki neljäänsataan sivuun asti. Tämä on mielenkiintoinen huomio, sillä kaikki esitteet olivat pieniä poikkeuksia lukuun ottamatta melko samanlaisia sisällöltään. Helsingin pörssin päälistalle listautuneiden yhtiöiden listalleottoesitteet olivat pidempiä kuin First North – markkinapaikalle listautuneet, sillä päämarkkinapaikalle vaaditaan enemmän tietoa esitteissä kuin First Northissa.

Yhtiö	A	B	C	D	E	F	G
Toimiala	Terveydenhuolto	Peliala	Vähittäis- kauppa	Rahoitus- ala	Peliala	Peliala	Lakiasia- toimisto
Helsingin pörssin päälista	x	x	x				
First North - markkinapaikka				x	x	x	x
Listalleottoesitteen sivumäärä (liitteineen)	270	381	184	109	158	90	104
IFRS-tilinpäätös	Kyllä*	Kyllä*	Kyllä*	Ei	Ei	Ei	Ei
Tilinpäätökset 3 vuodelta	Kyllä*	Kyllä*	Kyllä*	Ei	Ei	Ei	Kyllä
Corporate Governancen noudattaminen	Kyllä*	Kyllä*	Kyllä*	Osittain	Osittain	Ei	Kyllä
Ennakoitu keräysmäärä € (brutto, milj.)	35,0	30,0	21,0	5,0	30,0	13,0	2,9

Taulukko 3: Listalleottoesitteiden pääpiirteet. *-merkityt kohdat tarkoittavat, että tieto on pakollinen listalleottoesitteessä. Koottu listalleottoesitteistä.

Listalleottoesitteet olivat havaitsemisani yhtiöissä melko vakiomuotoisia ja ne käsittivät paljon verbaalista että numeraalista informaatiota yrityksestä. Ennakoidut keräysmäärät vaihtelivat 2,9 miljoonasta eurosta 35 miljoonaan euroon. Päälistalle listautuvien yritysten sivumäärät vaihtelivat paljon esitteissä, mutta erot tulivat lähinnä liitteiden eri laajuuksista. Suurin ero oli ”yhtiön liiketoiminta” –osiossa, jossa pelialan yhtiö B:llä oli noin puolet enemmän sivuja (39 vs 17) verrattuna vähittäiskauppayritys C:n esitteeseen, jossa oli vähiten sivuja päälistalle listautujissa.

Tutkimukset osoittavat (Leone, Rock & Willenborg, 2007; Hanley & Hoberg, 2010) lisäinformaation olevan hyödyllistä listalleottoesitteessä. Molemmat tutkimukset osoittivat, että enempi informaatio vähensi osakkeen alihinnoittelua jopa 11% sekä edesauttoi tarjoushinnan tarkkuutta. Erityisesti Hanleyn & Hobergin (2010) mukaan nähtiin positiivinen korrelaatio informoinnin lisäämisessä kohdassa ”varojen käyttö”, johon paneudutaan lisää seuraavassa kappaleessa.

Corporate Governancen osalta First Northiin listautuneista yhtiöistä ainoastaan yksi noudattaa kaikkia Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suosituksia. Toisin kuin päälistalla, vaihtoehtoisella markkinapaikalla ei vaadita Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suosituksia. Rahoitusalan yhtiö D ja pelialan yhtiö E ilmoittivat noudattavansa hallinnointikoodia siltä osin, kuin yhtiöt näkivät sen tarpeelliseksi ottaen huomioon yrityksen koon.

Luottamuksellinen informaatio listalleottoesitteessä Maksimovicin & Pichlerin (2001) mukaan antaa kilpailijoille mahdollisuuden kopioida yrityksen tuoteinnovaatioita helpommin. Taloudellisten lukujen tarkka määrittäminen listalleottoesitteessä tekee listautuvan yrityksen näkyväksi muille. (Hopwood, 1987).

Tutkimissani listalleottoesitteissä syvällisemmät strategiakuvaukset sekä tuoteinnovaatiot olivat myös todella suppeita. Tämä voi selittyä sillä, että valitsemillani yrityksillä ovat niin kilpaillut markkinat. Bhattacharya & Ritter (1983) ja Marra & Suijs (2004) esittivät, että luottamuksellisen tiedon menettämisen riski kilpailijoille on suurempi aloilla, jotka ovat kilpailullisemmat.

4.2 Varojen käyttö

Kaikissa seitsemässä listalleottoesitteessä kerättävien ”varojen käyttö” oli ilmoitettu maksimissaan muutamalla lauseella, yleisimpinä käyttötarkoituksina olivat kasvuun investoiminen, liiketoimintamallien kehittäminen, kansainvälistyminen sekä toiminnan laajentaminen. Dosin (1988) tutkimuksen mukaan epävarmuus tulevaisuuden tuotoista on suurempi kasvustrategiaan investoivien yrityksen kanssa, koska niiden tuotot realisoituvat vasta myöhemmin verrattuna siihen, että investoitaisiin johonkin spesifiin toimintoon.

Terveysthuoltoalalla toimiva yritys A ilmoitti käyttävänsä liki 70% kerätyistä varoista pankkilainojen takaisinmaksuun. Tutkimukseen, lainojen maksuun ja yritysostoihin suunniteltu varojen käyttö Wyattin (2014) mukaan vaikuttaa negatiivisesti yrityksen markkina-arvoon listautumisen jälkeen ja epävarmuuden lisääntymiseen, sillä Jensen (1986) ja Stulz (1990) mukaan velkaantunut rahoitusrakenne aiheuttaa johtoa tekemään operatiivisia päätöksiä velka mielessä pitäen.

4.3 Tulevaisuuden ennusteet

ESMA:n (2011) suositusten mukaan tuotto-odotuksia voidaan laskea ja ennustaa, kunhan on tehty ero, mihin asioihin johto voi vaikuttaa ja mihin ei tulevaisuuden laskelmissa. Lisäksi, ennusteiden tulee olla selkeitä, eivätkä ne saa johtaa sijoittajia harhaan. Tulosennusteet voivat olla todella tärkeitä, kun listautumisia arvostetaan, sillä historiallista julkista tietoa yksityisistä yhtiöistä voi olla vähän. (Bilson ym., 2006).

Kolme yhtiötä seitsemästä eivät antaneet mitään tarkempaa tietoa tai tulosennustetta listalleottoesitteessä. Kaksi yritystä kertoi yhtiöiden kehityksen seuraavan markkinoiden yleistä kehitystä. Ainoastaan kaksi yritystä, joita haastatellaan tässä tutkimuksessa, antoivat tarkemmat tavoitteet tuleville vuosille. Pelialan yhtiö B käytti esitteessään liikevaihdon ja käyttökatteen kasvun olevan tulevana vuosina ”merkittävää”, jolla se tarkoitti yli 10% vuotuista kasvua. Vähittäiskaupan yhtiö C kertoi liikevaihtotavoitteen kolmen vuoden päähän, mikä tarkoittaisi n. 20% vuosittaista kasvuvauhtia. Tulosennusteiden vähäinen näkyvyys listalleottoesitteissä on selitettävissä Pastorin & Veronesin (2003) tutkimuksella, jossa nuoret yritykset eivät voi uskottavasti ennustaa tulevaisuutta, varsinkaan kun sijoittajilla ei ole pidempiaikaisempaa näkemystä yhtiön kannattavuudesta.

4.4 Ei-taloudellinen informaatio

Listalleottoesitteissä on paljon taloudellisia tunnuslukuja, mutta sieltä löytyy myös ”pehmeisiin” arvoihin nojautuvia tunnuslukuja, kuten asiakastyytyväisyyttä, työpaikkabarometriä ja suosittelevuutta (Lakiasiaintoimisto G) sekä bränditunnettuutta ja henkilöstön vaihtuvuutta (Peliala B). Vaikka yrityksen arvonmäärittäminen dominoi nykyäänkin vielä laajasti kvantitatiivinen taloudellinen data, ylimääräisen ei-taloudellisen informaation on odotettu antamaan tarkempaa arvonmäärittäystä yhtiöstä vähentäen informaation

epäsymmetrisyyttä yhtiön ja osakkeenomistajien välillä. (Bukh, 2003; Holland & Johanson, 2003).

Mazzolin & Cardin (2015) mukaan informaation epäsymmetrisyys on listautumisessa normaalia korkeampi; listautuvat yhtiöt ovat vähemmän tunnettuja sijoittajille ja analyytikoille, ja siten herättävät suurempaa epävarmuutta. (See & Rashid, 2011). Voidaan siis todeta, että tätä epävarmuuden ja epäsymmetrisyyden kuilua voitaisiin vähentää lisäämällä ei-taloudellisia tietoja yrityksestä. Mangena, Pike ja Li (2010) kuitenkin huomauttavat, että listautuvat yhtiöt ovat vastahakoisia tämän tekemään johtuen kilpailuedun valumisesta kilpailijoiden tietoon tai yhtiöt näkevät tämän tiedon antamisen kustannusten kohoamisesta. Toisin sanoen, ei-taloudellisen informaation antaminen nähdään pikemminkin kustannuksena kuin hyötynä listautuvissa yrityksissä. (Mazzoli & Cardi, 2015).

Perinteiset rahoituksen teoriat puhuvat rationaalisista markkinoilla toimivista sijoittajista, ja olettavat kuluttajien tekevän päätöksiä puhtaasti taloudellisten perusteiden ja ennusteiden perusteella, jotka ovat puolueettomia sekä loogisia. (Estelami, 2007, 26-27; Thaler, 1999, 12). Rationaalisen sijoittajan voidaan siis olettaa tekevän päätöksiä taloudellisten tunnuslukujen avulla. Useiden tutkijoiden mukaan (Keloharju, Knüpfer & Linnainmaa, 2012; Knüpfer, 2007) on kuitenkin lisääntyvissä määrin todisteita kuluttajien rationaalisuuden puutteesta päätöstenteeissa. Estelami (2007, 27) väittää, että heikko päätöksenteko ei rajoitu pelkästään piensijoittajiin, mutta myös harjaantuneisiin sijoittajiin sekä arvopaperivälittäjiin.

5. LÖYDÖKSET JA ANALYYSI

Tämän tutkielman löydökset perustuvat kahteen haastatteluun, ja niistä saatuun tietoon yhdeltä yritys- ja sijoittajaviestinnän johtajalta sekä yhdeltä talousjohtajalta. Yritys- ja sijoittajaviestinnän johtajan kommentit on nimetty ”IRO” ja talousjohtajan ”CFO”. IRO on tämän tutkielman pelialan yhtiöstä B ja CFO vähittäiskaupan yhtiöstä C. IRO ja CFO – lyhenteet tulevat englanninkielisistä positioista Investor Relations Officer ja Chief Financial Officer.

5.1. Henkilön oma rooli listalleottoesitteen tekoprosessissa

IRO oli tullut yritykseen töihin, kun listalleottoesite oli ”enemmän tai vähemmän” valmis, joten keskityn enemmän CFO:n haastatteluun tässä kappaleessa. CFO kuvaili rooliaan näin:

”Sanotaan näin, että kyllä olin enemmän teknisenä johtaja siinä, konsultit, pankkiirit ja tilintarkastajat sitä enemmän käytännössä tekivät. Konsultoivana roolina minulla oli varmistaa yhtiön puolelta, että faktat ovat oikein ja nimenomaan liiketoimintakuvaukset ja luvut ovat oikein. Korkeampi rooli oli siis konsultoiva ja komentava.”

CFO:n mukaan hän yhdessä viestintäjohtajan kanssa tarkasti konsulttien tekemiä liiketoimintakuvauksia, ja he auttoivat konsultteja ja pankkiireja tarjoamalla tietoa, jolla he voivat tehdä listalleottoesitettä.

5.2 Listalleottoesitteen kokoaminen ja päätöksenteko tunnuslukujen valinnassa

Kuten kappaleessa kaksi käydyssä kirjallisuudessa käytiin läpi, listalleottoesitteen kokoamisessa on joukko erilaisia neuvonantajia, kuten pankkiireja, konsultteja, lakimiehiä sekä sijoittajia. Yhteistyöstä näiden sidosryhmien kanssa CFO kuvaili seuraavasti:

”Se on prosessi, jossa lakitoimisto pitää kädestä kiinni ja varmistaa, että muutovaatimukset täyttyvät. Investointipankin kanssa pitää miettiä yhtiön ja liiketoiminnan kuvaus, ja tilintarkastuksen piiriin kuuluvat luvut katsotaan tilintarkastajien kanssa.” Näin johdolla voitaneen todeta olevan ohjeistajan rooli listalleottoesitteen tekemisessä.

Yllättävää oli, kuinka paljon yritys nojasi neuvonantajien näkemyksiin, vaikka aikaisempi tutkimus aiheesta (Kraus & Strömsten, 2012) kertookin listalleottoesitteen tärkeydestä, jossa yrityksen tarinan kertomisen voisi olettaa olevan helpointa yrityksen johdolla. Tämä kuitenkin kuvannee listautumisen prosessin uniikkia luonnetta, ja sen uutta tilannetta yritysjohdolle, jossa listalleottoesitteen teko on vain yksi osa sitä:

”Ei sen [listalleottoesitteen] teko hankalaa ole, paljon työtä se vaatii, ja kun otetaan huomioon, että tekemistä on paljon ja kädet ovat muutankin täynnä, niin listautuminen on kaiken kaikkiaan raskas prosessi, mutta ei se rakettitiedettä ole”, CFO totesi.

CFO:n mukaan neuvonantajien rooli oli tärkeä ja erityisesti heidän prosessiosaamisensa ansiosta listalleottoesitteen teko oli nopeampaa ja järjestelmällisempää. He pystyivät helpottamaan aikatauluttamista, sillä heillä oli viimeaikaista kokemusta listautumisista. Tärkeänä CFO piti neuvonantajien asiantuntijuutta, jota ilman listautuminen olisi ollut

huomattavasti hankalampi prosessi. Hän lisäsi tähän vielä, että ennen tätä listautumisikkunaa, kun listautumisia Suomessa oli vähemmän, listautumiset olivat hankalampia ja neuvonantajien osaaminen ”vähän hävisi”.

Huolimatta neuvonantajien suuresta roolista, CFO ja yrityksen johto osallistui kuitenkin aktiivisesti listalleottoesitteen suunnittelemiseen erityisesti niissä luvuissa, joita johto halusi itse sisällyttää:

”Kyllähän niitä mietittiin yhdessä pankkiirien ja tilintarkastajien kanssa, mitä yrityskohtaisia tunnuslukuja sisällytetään, varsinkin kun tullaan IFRS:ään ja segmentointiraportointiin...Ne [tunnusluvut], joita he ehdottivat olikin yleensä sellaisia, mitä yritetään itsekkin [johto] seurata.”

Molemmat haastateltavat kertoivat yrityksen sisäisen raportoinnin olevan tarkempaa, nopeampaa ja hienojakoisempaa dataa, joka menee aina tuotetasolle asti, jolla pystytään johtamaan toimintaa. Haasteeksi tällöin tulikin lähinnä, mitkä tunnusluvuista ja mittareista esitteeseen asetetaan:

”Sisäisesti meillä on paljon enemmän tunnuslukuja, mitä me katsomme, ja se oli enemmänkin mitä me näistä valitaan ja halutaan laittaa [listalleottoesitteeseen]. Paljon kuuntelimme pankkiirien näkemystä ja sijoittajien näkemystä, miten he haluavat analysoida yhtiötä ja mitä lukuja sijoittajat nimenomaan haluavat nähdä...Pankista sparrattiin, mitä tunnuslukuja sijoittajat yleensä katsovat toimialallamme ja varmistettiin, että sijoittajat saavat tiedon helposti ja ymmärrettävästi.”, CFO kertoi.

Listautumisesitteen teko on siis yhtäältä johdon näkemysten ja neuvonantajien, konsulttien ja pankkiirien yhteistyötä, jossa lopulta johto tekee lopullisen päätöksen. Neuvonantajat toimivat vahvasti siis sensegivingteorian kaltaisesti merkityksen antajina johdon sensemakingprosessissa.

Neuvonantajat miettivät, mitkä olisivat tärkeitä tunnuslukuja listalleottoesitteessä, mutta johto käytti suurimmilta osin jo tunnuslukuja, joita asetettiin esitteeseen. CFO:n edustamassa yrityksessä uusia mittareita tai mittareiden muokkauksia tehtiin lopulta vähän:

”Aika vähän jouduttiin lopulta muokkaamaan, operatiiviset tunnusluvut olivat hyvin pitkälle niitä mitä me käytämme, kuten keskihinta per myyty tuote, keskikate tai liikevoitto per myyty tuote...Vertailukelpoisten liikkeiden myynnin kasvu oli uusi meille.”

CFO:n mukaan uusi tunnusluku oli erilainen laskentateknisesti, mutta mitään täysin uutta tunnuslukua listalleottoesitteessä ei ollut, mitä he eivät olisi aikaisemmin miettineet.

Kysymyksessä oli lähinnä tunnuslukujen muokkaamisesta sijoittajille, jotta he voivat arvioida helpommin yritystä. Samoilla linjoilla oli myös IRO, jonka mukaan mitään ei olennaisesti muutettu listalleottoesitteeseen, ja jos muutoksia oli tehty, niin ne olivat implementoitu jo ennen listautumisprosessia.

5.3 Tulevaisuuden ennusteet

Molemmilla haastateltavien henkilöiden yhtiöillä oli määritellyt tavoitteet listalleottoesitteessä, joita käytiin läpi tarkemmin kappaleessa 4.3. Kysymys intentioista kasvuennusteiden takaa sai seuraavanlaisen vastauksen:

”Meillä on kasvun logiikan takana se, että alallamme pärjäävät yritykset, joiden kokoluokka on satoja miljoonia, mieluiten miljardiluokkaa. Täytyy olla muskeleita, joilla pystytään optimoimaan eri toiminnot, kuten esimerkiksi käyttäjähankintatoiminta ja markkinointi”, IRO perusteli.

Tavoitteen asettamisessa haluttiin näyttää kunnianhimoa tulevaisuuteen, mutta määritellyt kasvuennusteet nähtiin kuitenkin turvallisena. Muuten johto ei halunnut näyttää pitkäaikaisia kasvutavoitteita markkinoille, kuten IRO jatkoi:

”Emme halunneet markkinoille luvata pitkiä kasvutavoitteita muuten kuin toteamalla, että meidän pitkäaikainen taloudellinen kasvutavoite on kasvaa läntisen maailman markkinakasvua nopeammin...Toimialallamme markkina elää voimakkaasti eikä ole vielä millään tavalla kypsä, jolloin on vaikeaa kiinnittyä sisäisiin tavoitteisiin, koska ne saattaisivat muuttua milloin tahansa markkinasyistä, jotka ovat yrityksestä riippumattomia.”

CFO:n mukaan kasvulaskelmat tulivat itsenäisiltä analyytikoilta, joita on hankala ohjata: *”Olisi kiva mennä sanomaan, minkälaisen laskelman haluamme, mutta sitä emme voineet tehdä, sillä pankin pitää antaa tieto omalla nimellään.”* CFO oli samoilla linjoilla kuin IRO tulevaisuuden ennusteista, eli hekään eivät uskaltaneet antaa sen tarkempia kasvulaskelmia johtuen ailahtelevasta toimialasta.

Mielenkiintoista on, että kummallakaan yhtiöllä ei varsinaisesti ollut tulokorttijärjestelmää käytössä. Yhtiössä C on CFO:n mukaan *”johdon kuukausiraportti”*, jossa oli hyvin pitkälti samoja asioita kuin tulokortissa, mutta se ei kulje sen nimellä. Tästä raportista kerrottiin lyhyesti listalleottoesitteessä, mutta sitä ei oltu avattu enempää.

5.4 Tuloksen mittaaminen ja viestittäminen ulospäin

Haastatteluiden vastaukset osoittavat, että yrityksissä mietitään tarkasti, miten listautumisen aikana sekä sen jälkeen viestitetään. Kysymys suurimpina huolenaiheina yrityksen listautuessa pörssiin antoi seuraavan vastauksen:

”Johtamisen näkökulmasta tilanne on haastavampi pitkäjänteisen kehittämisen kannalta, kun joka kvartaali joutuu perustelemaan olemassaolonsa tunnusluvuilla. Pörssikurssi on uskottavuuden mittari, ja huono kvartaali voi saada suhteettoman ison painon sijoittajien näkemykseen yhtiön tilasta.”, CFO kuvaili.

Krausin & Strömstenin (2012) tutkimuksessa listautuneiden yhtiöiden johto koki lisääntyvää painetta markkinoilta, mikä aiheutti keskittymistä lyhyen aikavälin tuloskehityksen. CFO:n mukaan paine, joka tulee sijoittajien suunnalta on raadollista, mutta sitä pystyy oikealla viestinnällä lieventämään:

”Markkinamuutosten heilahtelut vaikuttavat meillä Suomessa enemmän, sillä olemme vakiinnuttaneet paikkamme täällä, kun taas Ruotsin yksikkömme on huomattavasti pienempi, jolloin siellä muutaman prosentin heilahtelut taloudessa ylös tai alas ei käytännössä vaikuta yhtään meihin. Siellä oma tekemisemme korostuu entisestään. Tämä ero pitää kouluttaa sijoittajillemme, jotta he ymmärtävät tarinan eron eri markkinoilla.” Tämä on kappaleessa 2.2 käydyn kirjallisuuden kanssa samassa linjassa siinä, kuinka johto tekee sensemakingia käytännössä.

Kummassakaan yhtiössä ei korostettu pehmeiden arvojen viestittämisen tärkeyttä ulospäin suuntautuvassa viestinnässä. IRO:n mukaan *”one-off –tyyppisiä”* tutkimuksia yhtiössä tehdään, ja niistä kerrotaan mielellään, jos on tarvetta. Ei-taloudellisia tunnuslukuja, kuten henkilöstön ikäjakaumaa, vaihtuvuutta, bränditunnettuutta, asiakas- ja henkilötyytyväisyyttä kuitenkin mitataan molemmissa yhtiöissä, ja niistä kerrottiin listalleottoesitteissä. Niiden viestimistä nähtiin tärkeämpänä vuosiraportoinnissa.

IRO:n mukaan heidän yrityksessä mietitään jatkuvasti pitäisikö heidän raportoida enemmän ja useammin, mitä tällä hetkellä. Molemmat haastateltavat pitivät tärkeänä, että sijoittajia informoidaan tarpeeksi ja luotettavasti:

”Pidetään se mitä luvataan, ja yritämme tosi tarkasti pitää huolen siitä, mitä sanomme joka kvartaalin jälkeen osavuositarkastuksissa. Kommentoidaan mitä luvattiin [listalleottoesitteessä] ja miten se on toteutunut. Kerrotaan syy, jos ei toteutunut ja pitäydytään pitkän aikavälin tavoitteissa. Ei saa ruveta poukkoilemaan eli ei saa hehkuttaa liikaa, jos menee hyvin, mutta ei toisaalta aleta murehtia liikaa, jos menee huonosti. Tärkeää on korostaa pitkän aikavälin tavoitteiden säilymistä, ja että suunta on oikea”, CFO kuvaili.

Strategian mittaamista IRO kuvaili seuraavasti:

''Tällä hetkellä kasvustrategia on leimaava tekijä tässä. Se kertoo, miten olemme onnistuneet kasvamaan, ja puhumme rahallisesti, emme määrällisesti, joka ei kerro kyvystä tehdä rahaa, vaan tarkoituksena on mitata kasvua liikevaihdolla.

CFO kertoi strategian mittaamisen ja tavoitteiden olevan pidempiaikaisia tuleville vuosille, joita pilkotaan hyvin yksityiskohtaisesti aina yksittäisen henkilön tuomaan katteeseen asti. Nämä eivät kuitenkaan näkyneet listalleottoesitteissä, mikä selittyy kappaleessa 4.1 käydyn kirjallisuuden avulla. Molemmat yhtiöt kohtaavat erittäin kilpailulliset markkinat, joten on ymmärrettävää, että strategiakuvaus ei haluta avata täysin auki numeraalisesti.

5.5 Analyysin yhteenveto

Listalleottoesitteen teko on työläs prosessi, jossa on mukana monia sidosryhmiä, joiden kanssa johto käy aktiivista keskustelua ennen lopullisen esitteen julkaisemista. Kuten Krausin & Strömstenin (2012) tutkimuksessa, yrityksen johdolla on enemmän konsultoiva ja komentava rooli listalleottoesitteen tekemisessä, ja he nojautuvat paljon ulkopuolisten neuvonantajien apuun, joilla on omat näkemyksensä yhtiöstä. Tässä yhteydessä ulkoiset sidosryhmät toimivat ymmärryksen antajina (sensegiving) sensemakingprosessissa, kuten Söderberg (2003) on maininnut omassa tutkimuksessaan. Tulokset ovat hyvin linjassa aikaisemmin käydyn kirjallisuuden kanssa.

Sijoittajien tietäessä vähän ennestään yhtiön toiminnasta ja tuloksen muodostumisesta, yhtiön johto kokee tärkeäksi tehtäväksi ohjeistaa ja kertoa tunnuslukujen takaa syitä sijoittajille, jotta he eivät pelkästään katso tuloksia. Informaation antaminen ei siis pelkästään takaa onnistunutta sensemakingprosessia, vaan yrityksen täytyy ikään kuin ohjata sijoittajia lukemaan ja ymmärtämään tuloksia.

Sensemakingteorian mukaisesti johto pyrkii perustelemaan yhtiön nykytilaa sekä pyrkii vähentämään epävarmuutta sen tulevaisuuden tilasta jo ennestään käytettyjen taloudellisten tunnuslukujen avulla. Strategiaa kuvataan lähinnä verbaalisesti, eikä sitä kuvattu verrokkiyhtiöissä juurikaan numeraalisesti. Tulevaisuuden ennusteissa yritykset olivat varovaisia, mutta näyttivät kuitenkin tahtotilaa vahvasti. Haastatellut yhtiöt toimivat erittäin kilpailluilla markkinoilla, jolloin vähäinen strategian kuvaus on selitettävissä Bhattacharyan

& Ritterin (1983) ja Marran & Suijsin (2004) tutkimuksilla, jossa yhtiöt voivat kokea luottamuksellisen tiedon antamista ulospäin suurempana riskinä.

6. YHTEENVETO

Tässä tutkielmassa on analysoitu vuonna 2017 Helsingin pörssiin listautuneiden yhtiöiden listalleottoesitteitä. Listallettoesitteitä on tutkittu paljon, niiden sisältöä sekä vaikutusta mm. osakkeen hintaan ja yrityksen markkina-arvoon, mutta vähemmälle huomiolle on jätetty, mikä johdon päätöksentekoprosessi on ollut listalleottoesitteen tekemisessä. Tutkielmassa käytettiin seitsemää yritystä sekä niiden listalleottoesitteitä. Lisäksi tutkielmassa haastateltiin kahta henkilöä, yritys- ja sijoittajaviestinnän johtajaa sekä talousjohtajaa. Molemmat olivat eri yrityksistä. Haastattelut toteutettiin puhelimitse ja ne toteutettiin semi-strukturoiduilla kysymyksillä. Tutkielman tutkimuskysymykset olivat seuraavat:

1. Mikä on johdon päätöksentekoprosessi tunnuslukujen valinnassa listalleottoesitteeseen?
2. Millä tavalla johto rakentaa luottamusta sijoittajille tunnuslukujen avulla?

Johto toteuttaa mm. Weickin (1988, 1995) tutkimaa sensemakingia, joka keskittyy tiedon käsittelyn hallintaan ja miten ihmiset hahmottavat epävarmuuden tilanteessa. Listalleottoesitteen tunnusluvut antavat yrityksen toiminnalle merkityksiä, joiden perusteella sijoittajat tekevät päätöksen sijoittamisesta yritykseen. Sijoittajat eivät tunne yrityksen tarinaa, ja johdon on pystyttävä se kertomaan mahdollisimman hyvin ja luottamusta rakentaen listalleottoesitteessä.

Tulokset ja johtopäätökset voidaan kiteyttää seuraavasti. Listalleottoesitteen tekoon osallistuu monia sidosryhmiä, kuten pankkiireja, neuvonantajia, tilintarkastajia sekä lakimiehiä. Aikaisempi tutkimus (mm. Kraus & Strömsten, 2012) sekä tämä tutkielma osoittavat, että näiden eri toimijoiden roolit ovat elintärkeitä listalleottoesitteen teossa, ei pelkästään muotovaatimusten takia, vaan myös vapaaehtoisten tunnuslukujen valinnassa, liiketoimintakuvauksen tekemisessä sekä näkemyksissä, mitä sijoittajat haluavat nähdä esitteessä.

Johto käy aktiivista kommunikaatiota näiden toimijoiden kanssa miettien, miten yritys saadaan parhaaseen mahdolliseen valoon osakeannin aikana. Gioian & Chittipeddin (1991) teoriaa mukaillen sensegivingprosessi on yrityksen tarinankerrontaa, joka kertoo yrityksen nykyisen ja tulevaisuuden tilan ymmärrettävästi, mutta riittävän mielenkiintoisesti. (Søderberg, 2003). Tulokset osoittavat, että ulkopuolisten sidosryhmien sensegivingprosessit ovat suuressa roolissa johdon sensemakingprosessissa listautumisen informoinnissa.

Suurin painoarvo listalleottoesitteen tunnusluvuissa olivat historialliset taloudelliset tunnusluvut, joita johto käyttää päätöksenteossa itsekkin. Ei-taloudelliset tunnusluvut keskittyivät henkilöstöön, tunnettuuteen ja asiakastytyvyyteen, mitkä esiintyivät listalleottoesitteissä, mutta haastatteluiden perusteella niitä ei koettu yhtä tärkeänä.

Omat kokemukseni yksityisen kasvuyrityksen osakeannista vahvistavat myös käsityksen johtamisen käsitettä, jota käsiteltiin kappaleessa 2.5 johdon insentiivien vaikutuksesta listalleottoesitteen tekoon. Mietimme silloin johtoryhmän kanssa, miten esimerkiksi liikevaihdon kasvu kannattaa näyttää esitteessä sijoittajille ja missä mittakaavassa. Tilanne on tietysti eri regulaation kannalta listautuvassa yhtiössä, mutta johdon insentiivit voitaneen kuitenkin olettaa olevan molemmissa tapauksissa samat. Sensegivingteorian Gioian & Chittipeddin (1991) mukaan johdolla on tarkoitus vaikuttaa sensemakingin tekoon, jotta päästään haluttuun lopputulokseen. Vaikka haastattelujen perusteella tulokset osoittavat, että johto ei pysty muovaamaan lukuja analyytikkojen tehdessä ennusteita, asettaisin pientä varausta tähän, sillä tarkoituksena on kuitenkin saada toteutettua mahdollisimman menestyksekkäs anti.

Listautumisen jälkeen yritykset joutuvat jatkuvan seurannan kohteeksi pörssikurssin heilahdellessa, jolloin viestinnästä ja luottamuksen rakentamisesta tulee entistä tärkeämpää. Haastateltavilla yhtiöillä on uudessa tilanteessa huolenaihe miettiä, miten he kertoa yrityksen toiminnasta listautumisen jälkeen, sillä lyhyen aikavälin tulokset voivat saada suuren huomion sijoittajien näkemyksessä yhtiön tilasta. Tämä havainto on samanlainen kuin Kraus & Strömstenin (2012) tutkimuksessa, jossa tutkittavat yhtiöt keskittyivät lyhyen aikavälin taloudelliseen kehitykseen. Tärkeäksi tulee myös pitäytyä pitkän aikavälin tavoitteissa, ja kertoa siitä viestinnässä.

Tutkimissani esitteissä oli hyvin samankaltaisia tunnuslukuja ja esitteet olivat lopulta hyvin vakionuotoisia. Kilpailullisilla toimialoilla toimivat yritykset eivät avanneet strategiaa yhtä laajasti, mikä on linjassa aikaisemman tutkimuksen kanssa (mm. Bhattacharya & Ritter 1983; Marra & Suijs, 2004).

Itse listautumisprosessi on raskas ja vaativa yrityksille, mutta vaikeaksi sitä ei koettu. Yrityksissä ollaan enemmänkin huolissaan siitä, miten yhtiön toimintaa ymmärretään kuin siitä, että se ei saavuttaisi lupaamia tuloksiaan.

Näillä tuloksilla saadaan ymmärrystä siitä, kuinka näissä kahdessa tutkielman yrityksessä koettiin listautumisprosessi, listalleottoesitteen tekeminen sekä kommunikointi uusille osakkeenomistajille. Yksityiskohtaisempi näkemys kahdesta yritystä kertoo pörssiyhtiön olevan alttiimpi lyhytaikaiselle heilahtelulle, mikä aiheuttaa haasteita yhtiön viestinnälle.

6.1 Tutkielman rajoitukset ja jatkotutkimus

Tutkielman tulokset rajoittuvat tutkielman laajuuteen. Tulokset riippuvat kahden johtoryhmän henkilön näkemyksistä listausprosessista ja ajatuksista listalleottoesitteen tekemisestä. Tulokset voivat olla subjektiivisia tai huomattavasti poiketa muista listautuneista yrityksistä. Tutkielma ei huomioi lisäksi kaikkia listautuneita yrityksiä Helsingin pörssiin vuodelta 2017, joten otos on rajoittunut.

Jatkotutkimuksen aihetta voisi laajentaa konsulttien ja pankkiirien näkemyksiin yhtiön listalleottoesitteen tekemiseen, mikä olisi otettu tähänkin tutkielmaan mukaan, jos aikaa ja tilaa tälle olisi ollut. Näin saataisiin myös tutkittua enemmän sensegivingin merkitystä konsulttien vaikutuksesta johdon sensemakingprosessiin.

Mielenkiintoista olisi myös seurata näitä vastalistautuneita yrityksiä muutaman vuoden ajan, ja tutkia miten johto on kokenut onnistuneensa rakentamaan luottamusta omistajiinsa. Kysymyksenä voisi olla esimerkiksi, onko sensemaking- ja sensegivingprosessit muuttuneet sijoittajien informoinnissa yhtiön tilasta listautumisen jälkeen.

7. LÄHTEET

Kirjat ja artikkelit:

- Aharony, J., Lin, C.J. & Loeb, M.P. (1993). "Initial public offerings, accounting choices, and earnings management". *Contemporary Accounting Research*, Vol. 10, pp. 61-81.
- Bhattacharya, S. & Ritter, J. (1983). "Innovation and Communication: Signalling with Partial Disclosure". *Review of Economic Studies*, Vol. 50, No. 2, pp. 331-46.
- Bilson, C. M., Powell, J. G. & Shi, J. (2006). "Valuation uncertainty risk compensation and IPO prospectus earnings forecasts". *Applied Economics letters* (forthcoming).
- Bukh, P. (2003). "Commentary: The Relevance of Intellectual Capital Disclosure: A Paradox?". *Accounting Auditing and Accountability Journal*, 16 (1), pp. 49-56.
- Carter, R., Dark, F. & Singh, A. (1998). "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks". *The Journal of Finance*, vol. LIII, no. 1, pp. 285-312, 1998.
- Daily, C., Certo, S., Dalton, D. & Roengpitya, R. (2003). "IPO Underpricing: A Meta-Analysis and Research Synthesis". *Entrepreneurship: Theory & Practice*, vol. 27, no. 3, pp. 271-296, 2003.
- Dosi, G. (1988). "Sources, procedures and microeconomic effects of innovation". *Journal of Economic Literature* 36, 1126-1171
- Ericson, T., (2001). "Sensemaking in organisations—towards a conceptual framework for understanding strategic change". *Scand. J. Manag.* 17 (1), 109-131.
- Estelami, H. (2007). *Marketing financial services*. Dog Ear Books Ltd.
- Ferris, S., Hao, G. & Liao, S. (2012). "The Effect of Issuer Conservatism on IPO Pricing and Performance". *Review of Finance*, pp. 1-45, 2012.
- Friedlan, J. (1994). "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings". *Contemporary Accounting Research*. Summer 1994, 11,1.
- Gioia, D., Chittipeddi, K. (1991). "Sensemaking and sensegiving in strategic change initiation". *Strategic Management Journal* 12, 433-488.
- Hanley, K. & Hoberg, G., 2010. *The Information Content of IPO Prospectuses*.
- Hasan, H. & Gould, E., 2001. "Support for the sense-making activity of managers". *Decision Support Syst.* 31 (1), 71-86.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. (2008). *Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2000). *Tutki ja kirjoita*.
- Holland J. & Johanson U. (2003). "Value-relevant Information on Corporate Intangibles – Creation, Use and Barriers in Capital Markets – Between a Rock and a Hard Place". *Journal of Intellectual Capital*, 4 (4), pp. 465-486.
- Hopwood, A.G. (1987). "The archaeology of accounting systems". *Accounting, Organizations and Society* 12, 207-234.
- Jain, B. & Kini, O. (1999). "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 26, Nos. 9&10, pp. 1281-307.
- Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jones, M. (Editor) (2011). *Creative Accounting, Fraud and International Accounting. Scandals*. Wiley.
- Jönsson, S. (1987). "Frame shifting, sensemaking and accounting". *Scandinavian Journal of Management Studies* 3, 255-298.
- Keloharju, M., Knüpfer, S. & Linnainmaa, J. (2012). "Do Investors Buy What They Know? Product Market Choices and Investment Decisions". *Review of Financial Studies*, 25(10), 2921-2958.
- Klein, A. (1989). "The Association between the Information Contained in the Prospectus and the Market Value of Initial Public Offerings. Working paper". New York University.
- Knüpfer, S. (2007). "Essays on household finance". HSE Print.
- Kraus, K. & Lind, J. (2010). "The impact of the corporate balanced scorecard on corporate control—a research note". *Management Accounting Research* 21, 265-277.
- Kraus, K. & Strömsten, T. (2012). "Going public: The role of accounting and shareholder value in making sense of an IPO". *Management Accounting Research* 23, 186-201.
- Laskin, A. (2009). "A Descriptive Account of the Investor Relations Profession: A National Study". *Journal of Business Communication*, 46(2): 208-233.

- Leone, A., Rock, S. & Willenborg, M. (2007). "Disclosure of intended use of proceeds and underpricing in initial public offerings". *Journal of Accounting Research* 45 (1): 111–53.
- Maitlis, S. (2005). "The social processes of organizational sensemaking". *Academy of Management Journal* 48, 21–49.
- Maksimovic, V. & Pichler, P. (2001). "Technological Innovation and Initial Public Offerings". *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2, pp. 459–94.
- Mangena, M., Pike, R. & Li, J. (2010). "Intellectual Capital Disclosure Practices and Effects on the Cost of Equity Capital: UK Evidence". Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Marra, T.A. & Suijs, J. (2004). "Going Public and the Influence of Disclosure Environments". *Review of Accounting Studies*, Vol. 9, No. 4, pp. 465–93.
- Mather, P., Ramsay, A. & Steen, A. (2000). "The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses". *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 13, 65–83.
- Mazzoli, C. & Cardi, C., (2015). "Intellectual Capital Disclosure in IPOs: Is It Worth It?" *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, Vol. 3 (2), pp. 245-264.
- Neu, D. (1991). "Trust, impression management and the auditing profession", *Critical Perspectives on Accounting*, pp. 295-313.
- Näsi, S. (2017). *Luova laskentatoimi: tarkoituksellista harhaanjohtamista ja myös tilintarkastajien ongelma*. Tampere University Press.
- Pastor, L. & Veronesi, P. (2003). "Stock valuation and learning about profitability". *Journal of Finance*, 58, 1749–90.
- Pollock, T. & Rindova, V. (2003). "Media legitimation effects in the market for initial public offerings". *Academy of Management Journal* 46, 631–642.
- Pollock, T., Rindova, V. & Maggitti, P. (2008). "Market watch: information and availability cascades among the media and investors in the U.S. IPO market". *Academy of Management Journal* 51, 335–358.
- Revsine, L. (1991). "The Selective Financial Misrepresentation Hypothesis", *Accounting Horizons*, Vol. 5, no. 4, pp. 16-27.
- Roberts, J. & Scapens, R. (1985). "Accounting systems and systems of accountability—understanding accounting practices in their organisational contexts". *Accounting, Organizations and Society* 10 (4), 443–456.
- Roberts, J., Sanderson, P., Barker, R. & Hendry, J. (2006). "In the mirror of the market: the disciplinary effects on company/fund manager meetings". *Accounting, Organizations and Society* 31, 277–294.
- Roosenboom, P. & Thomas, J. (2007). "How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market". *Contemporary Accounting Research*, vol. 24, no. 4, pp. 1217–1243, Dec. 2007.
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2007). *Research Methods for Business Students*. London: Pearson Education Limited.
- See, K. & Rashid, A. (2011). "Determinants of Non-Disclosure of Intellectual Capital Information in Malaysian IPO Prospectuses". *International Journal of Economics and Finance*, 3 (5), pp. 178-186.
- Silverman, H. (2009). "Qualitative Analysis In Financial Studies: Employing Ethnographic Content Analysis". *Journal of Business & Economics Research*, vol. 7, no. 5, pp. 133–136, 2009.
- Søderberg, A-M. (2003). "Sensegiving and Sensemaking in an Integration Process". *Narratives We Organizeby*, 2003, p. 3-36.
- Stulz, R. M. (1990). "Managerial discretion and optimal financing policies". *The Journal of Finance* 26, 3–27.
- Tao, J., Deokar, A. & El-Gayar, O. (2014) "An Ontology-based Extraction (OBIE) Framework for Analyzing Initial Public Offering (IPO) Prospectus. 47th Hawaii International Conference on System Science, Jan 2014, pp. 768-778
- Thaler, R. H. (1999). "The End of Behavioral Finance". *Financial Analysts Journal*, 55(6): 12-17.
- Tillmann, K. & Goddard, A. (2008). "Strategic management accounting and sense-making in a multinational company". *Management Accounting Research* 19, 80–102.
- Vaivio, J. (2008). "Qualitative management accounting research: rationale, pitfalls and potential". *Qualitative Research in Accounting & Management*, 5, 64-86.
- Weick, K. (1988). "Enacted sensemaking in crisis situations". *Journal of Management Studies* 25, 305–317.
- Weick, K. (1993). "The collapse of sensemaking in organizations: the Mann Gulch disaster". *Administrative Science Quarterly* 38, 628–652.
- Weick, K. (1995). *Sensemaking in Organizations*. Sage, Thousand Oaks, CA.
- Wyatt A. (2014). "Is There Useful Information in the 'Use of Proceeds' Disclosures in IPO Prospectuses?". *Accounting & Finance*, 54 (2), pp. 625-667.

Muut lähteet:

Yritys B:n yritys- ja sijoittajaviestinnän johtajan haastattelu 29.11.2017
Yritys C:n talousjohtajan haastattelu 29.11.2017
Yritys A:n listalleottoesite
Yritys B:n listalleottoesite
Yritys C:n listalleottoesite
Yritys D:n listalleottoesite
Yritys E:n listalleottoesite
Yritys F:n listalleottoesite
Yritys G:n listalleottoesite

Internet-lähteet:

Arvopaperimarkkinoiden toimintaa koskevien Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden luonnokset:
http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/2013_06/15_2012_NASDAQ_OMX_Helsinki.pdf (Haettu 23.11.17).

Esman ohjeet vaihtoehtoihin tunnuslukuihin:
https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/10/2015-esma-1415fi.pdf
(Haettu 25.11.17).

ESMA update of the CESR recommendations:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/11_81.pdf (Haettu 26.11.17).

EY Global IPO Trends 2016 2Q:
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_report_global_IPO_trends_Q2-016/\\$FILE/EY-report-global-IPO-trends-Q2-2016.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_report_global_IPO_trends_Q2-016/$FILE/EY-report-global-IPO-trends-Q2-2016.pdf) (Haettu 2.12.17).

Finanssivalvonnan nettisivut:
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Listautuminen/Listalleottoesite/Pages/Default.aspx> (Haettu 23.11.2017).

Nasdaq OMX Helsingin nettisivut: Tietoa First Northista:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/firstnorth?languageId=4> (Haettu 24.11.17).

Niri and Corbin Perception Release Studies of Social Media Use in Corporate Investor Communications at 2013 Niri Annual Conference: <http://www.niri.org/media/News-Releases/Niri-and-Corbin-Perception-Release-Studies-of-Social-Media-Use-in-Corporate-Investor-Communications-.aspx> (Haettu 23.11.17).

Laki arvopaperimarkkinaista 746/2012.

Pörssisäätiö: Listautumiset pohjoismaissa viimevuosina:
<http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/> (haettu 15.11.17).

Pörssisäätiö: Pörssilistautujan käsikirja:
http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf
(haettu 25.11.17).

Taulukko 1: <http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/>